
Evolución reciente de la economía española

1. EVOLUCIÓN DEL SECTOR REAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

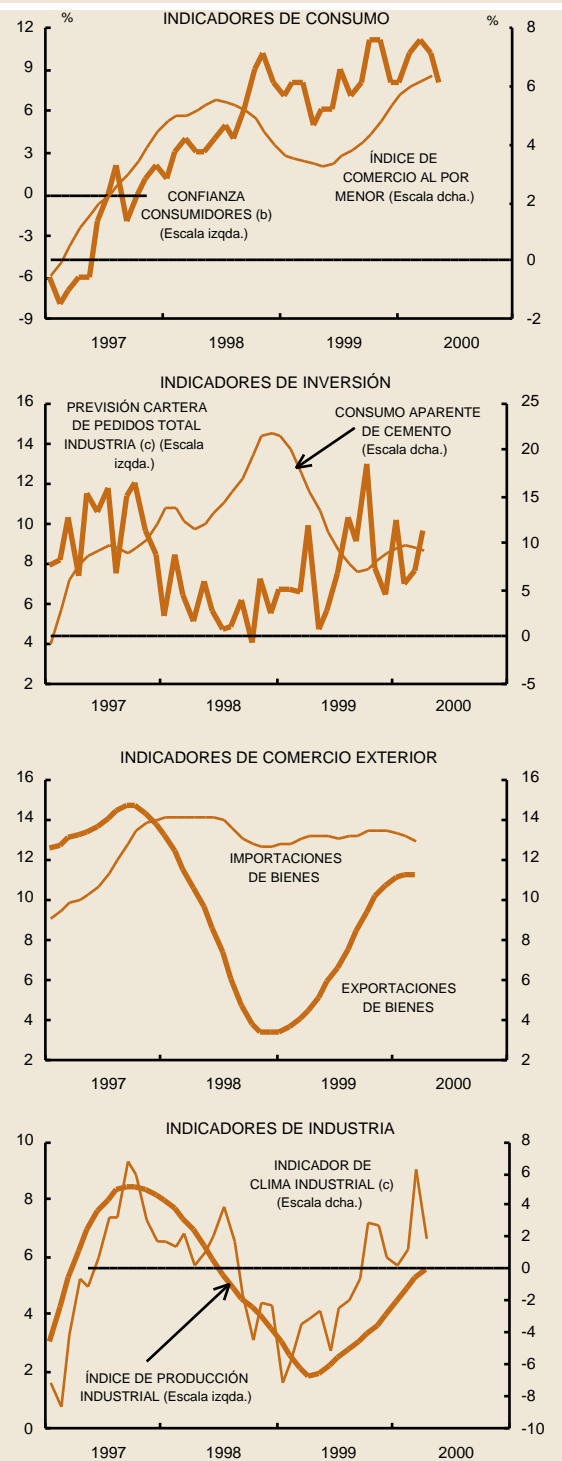
Según las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), en el primer trimestre del 2000 el producto interior bruto (PIB) experimentó un incremento real del 4,1 %, en tasa interanual y calculado sobre los datos de ciclo-tendencia, dos décimas por encima del crecimiento registrado en el trimestre anterior. Tanto la demanda interna como la demanda externa contribuyeron a esta aceleración: el gasto interior se incrementó un 4,3 %, fruto del mayor impulso del consumo final de los hogares y de la formación bruta de capital fijo en bienes de equipo y en construcción. La demanda exterior neta, por su parte, redujo su contribución negativa al crecimiento del PIB, favorecida por la recuperación de las exportaciones y por la ligera moderación de las importaciones.

Por ramas de actividad, cabe destacar que el valor añadido industrial continuó intensificando su ritmo de crecimiento en el primer trimestre, período en el que se incrementó un 4,1 % en términos reales, en relación con el primer trimestre de 1999. Por su parte, la construcción recuperó parte del dinamismo perdido en los últimos meses de 1999 y la actividad en los servicios de mercado mantuvo el alto ritmo de crecimiento alcanzado en el trimestre anterior. El empleo, medido por el número de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, se incrementó en un 3,4 %, en términos interanuales, lo que supone una ligera aceleración con respecto al cuarto trimestre de 1999, mientras que el número de puestos de trabajo asalariado aumentó un 4,4 %. La remuneración por asalariado se aceleró en mayor medida que el empleo, hasta el 2,8 %. Por último, el crecimiento interanual del PIB nominal avanzó hasta el 8,1 %, calculado también sobre datos de ciclo-tendencia, de forma que su deflactor implícito alcanzó un incremento interanual del 3,8 %; por componentes del gasto, destaca especialmente el crecimiento experimentado por el deflactor de la inversión en construcción, así como la aceleración de los deflatores del comercio exterior.

Entre la información coyuntural más reciente referida al consumo de los hogares, cabe mencionar la encuesta continua de presupuestos familiares, según la cual, en el primer trimestre del 2000 el gasto total de las familias se incrementó un 6,4 %, en pesetas constantes y respecto al mismo período del año anterior, mostrando un perfil de aceleración que ha recogido también la CNTR. Asimismo, esta encuesta reflejó una mejora en la percepción de la situación económica en los hogares españoles acorde con el elevado nivel de confianza mostrado por los consumido-

GRÁFICO 1

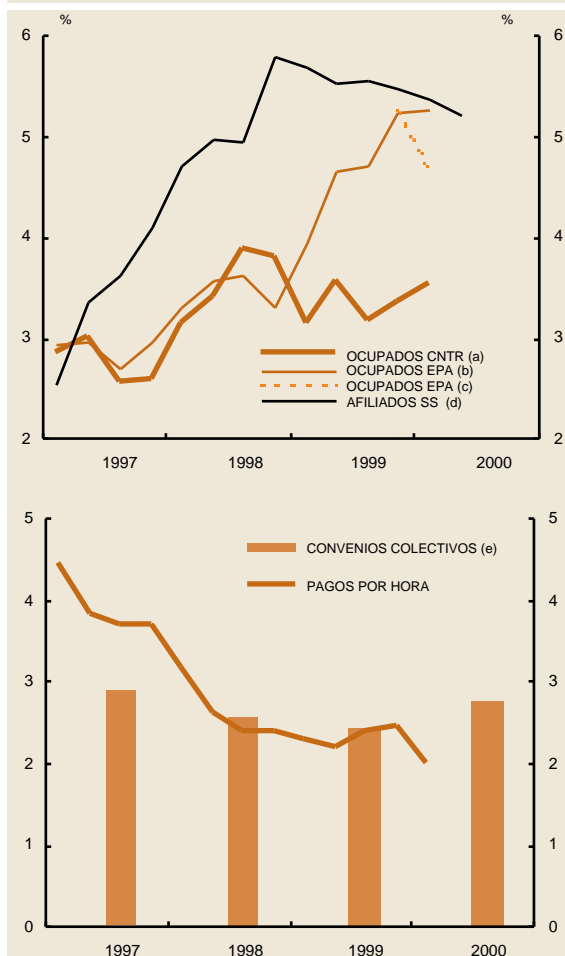
Indicadores de demanda y actividad (a)



Fuentes: Comisión de la Unión Europea, Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Industria, OFICEMEN, Departamento de Aduanas y Banco de España.
 (a) Tasas interanuales sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.
 (b) Nivel de la serie original.
 (c) Serie del Ministerio de Industria. Nivel de la serie ajustada de estacionalidad.

GRÁFICO 2

Empleo y salarios
Tasas de variación interanuales



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo y Banco de España.
 (a) Serie de datos brutos. Personas.
 (b) Serie corregida del efecto del cambio censal 1995-1996.
 (c) Serie correspondiente a la muestra no actualizada.
 (d) Medias trimestrales de datos mensuales. El último dato se calcula con información de abril y mayo.
 (e) Sin incluir cláusula de salvaguarda. Para el año 2000 el dato corresponde a los convenios registrados hasta el 31 de mayo.

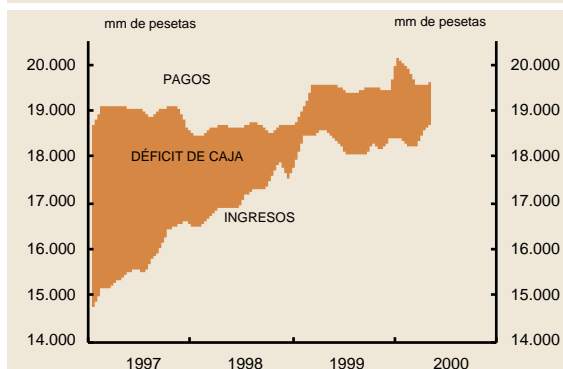
res durante ese período en las encuestas de opinión. Sin embargo, en los meses de abril y mayo la confianza de los consumidores, aun manteniéndose en niveles muy positivos, retrocedió ligeramente, como consecuencia de la valoración algo menos elevada de la situación económica general y de una menor inclinación a la compra de bienes duraderos. Por su parte, los indicadores de confianza del comercio minorista y de los productores de bienes de consumo mantienen niveles algo inferiores a los de finales de 1999, a pesar de que el índice de ventas del comercio al por menor volvió a experimentar un avance pujante en el mes de abril, en línea con su evolución en el primer trimestre. Por último, el índice

general de disponibilidades de consumo registró un pequeño deterioro en el primer trimestre del año, causado por la pérdida de tono en las disponibilidades de bienes de consumo no duradero, y a pesar del comportamiento expansivo del componente de servicios y del avance sostenido de las disponibilidades de bienes de consumo duradero —aunque el dato de matriculaciones de mayo parece apuntar hacia una moderación de este componente—; para el segundo trimestre solo se dispone de datos de producción de bienes de consumo en abril, que han inducido una mejora en el indicador de disponibilidades.

Con datos aún muy parciales para el segundo trimestre del 2000, el índice de disponibilidades de bienes de equipo continúa mostrando un crecimiento tendencial estable, cercano al 9 %. Este resultado es consecuencia del comportamiento desacelerado de las importaciones de estos bienes —que, aun así, han acumulado un incremento real del 13 % hasta marzo— y de un crecimiento más sostenido de la producción nacional. En cuanto a los indicadores de opinión, la cartera de pedidos en la industria mantiene una evolución alcista, lo que podría estar anticipando un mayor dinamismo de la inversión en equipo, si bien el indicador de confianza del sector de bienes de inversión ha retrocedido en los primeros meses del año.

La información más reciente sobre indicadores adelantados de inversión en construcción parece apuntar un cambio de composición entre tipos de obra: las licencias y visados para edificación finalizaron el año 1999 con ritmos de crecimiento sensiblemente inferiores a los observados durante el resto del año, mientras que la licitación de obras públicas comenzó el año 2000 registrando crecimientos muy abultados, que señalan la recuperación del dinamismo perdido en 1999. Entre los indicadores de carácter contemporáneo, tras el repunte del primer trimestre —que ha sido recogido por la CNTR—, los ritmos de crecimiento han tendido a moderarse. La producción de materiales para la construcción aumentó un 9,1 %, en tasa interanual en los cuatro primeros meses del año, mientras que el consumo aparente de cemento redujo su crecimiento acumulado hasta el 8,4 % en el mismo período. Asimismo, el número de afiliados a la Seguridad Social registró una desaceleración en los meses de abril y mayo, con un crecimiento acumulado del 12,4 % hasta este último mes, y el paro registrado moderó su ritmo de descenso en esos mismos meses. No obstante, el nivel de confianza de los empresarios de la construcción ha registrado un avance importante en los meses de abril y mayo, basado en la mejora de los niveles de producción y de contratación, y en la tendencia del empleo.

GRÁFICO 3
Ingresos y pagos líquidos del Estado. Déficit de caja
Totales móviles de doce meses



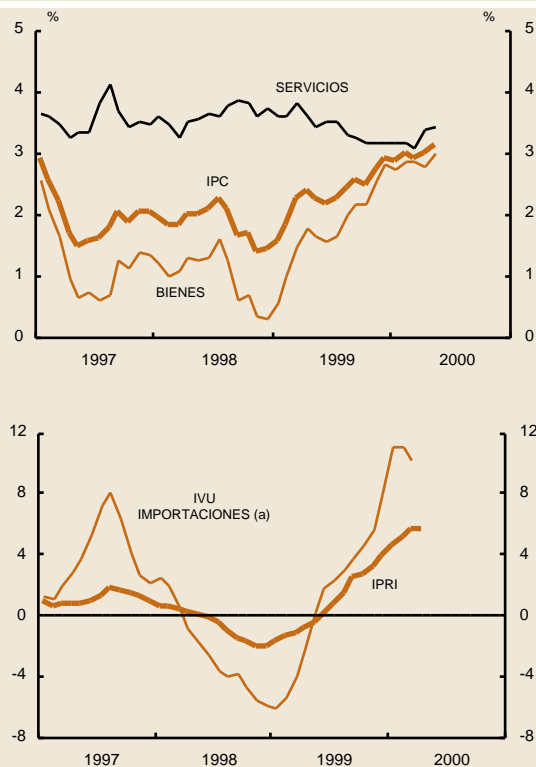
Fuentes: Ministerio de Economía y Hacienda, y Banco de España.

Los flujos de comercio con el exterior experimentaron un comportamiento diferenciado en el primer trimestre del año. Las exportaciones de bienes alcanzaron en ese período un crecimiento interanual del 13 % en términos reales, muy próximo al alcanzado a finales del año pasado y que confirma la recuperación de las ventas al exterior. Por áreas geográficas, las exportaciones a los países de la Unión Europea y, en mayor medida, a los Estados Unidos, los países de reciente industrialización y los países del centro y este europeo registraron un notable vigor, mientras que las ventas a América Latina y a Japón experimentaron una sensible desaceleración. Por su parte, las compras de bienes externos registraron un crecimiento interanual del 12,9 %, en términos reales, en el primer trimestre del año, desacelerándose en relación con los meses finales de 1999. La importación de bienes energéticos fue el único componente que se aceleró, respaldada por la necesidad de recomponer los niveles de existencias, muy mermados a lo largo de 1999. En el primer trimestre del 2000 tuvo lugar un nuevo deterioro de la balanza comercial —al que contribuyeron los abultados incrementos de los precios de importación—, hasta alcanzar un déficit de 7.452 millones de euros, frente a los 4.838 observados un año antes. La balanza de servicios, por su parte, registró un superávit de 3.485 millones de euros, valor algo inferior al del primer trimestre de 1999 (3.905), a pesar del aumento del saldo turístico. Por último, el superávit de la cuenta de capital también se situó en 1.203 millones de euros, frente a los 1.561 de un año antes.

Según el índice de producción industrial (IPI), la actividad en esta rama aumentó un 6,4 % en los cuatro primeros meses del año, consolidando la fase expansiva en la que se

GRÁFICO 4

Índices de precios Tasas de variación interanuales



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.
(a) Tasa de variación interanual de la tendencia.

encuentra inmersa desde mediados de 1999. Este avance se concentró en las industrias productoras de bienes de equipo y, en especial, en las de bienes intermedios. La producción de bienes de consumo, por su parte, tras un primer trimestre algo deprimido, ha presentado signos de recuperación en el mes de abril, centrados en un mejor comportamiento del componente alimenticio. Respecto a la opinión de los empresarios, el indicador de confianza de la industria conserva un nivel elevado, a pesar del retroceso experimentado en el mes de mayo, basado esencialmente en las buenas perspectivas de la producción.

Con la información disponible hasta el mes de mayo, los indicadores de ocupación continúan mostrando un ritmo intenso de creación de empleo, aunque con una ligera tendencia a la desaceleración. Así, las afiliaciones a la Seguridad Social redujeron su ritmo de crecimiento interanual hasta el 5 % en mayo, debido a su evolución en los sectores de construcción y servicios, mientras que en la industria se aceleraron. En cuanto al paro registrado, el ritmo de reducción del número de parados se situó, en mayo, en el 7,2 %, tasa similar a la observada

en el primer trimestre del año. El número de contratos se incrementó un 8,3 % en tasa interanual, por debajo del incremento del primer trimestre, destacando el elevado dinamismo de los contratos temporales, frente al retroceso de los indefinidos. Según la encuesta de salarios del primer trimestre, el crecimiento salarial por trabajador y mes se situó en el 2,1 %, en relación con el mismo período del año anterior, mientras que las ganancias por trabajador y hora crecieron un 2,4 %, cifras que suponen una desaceleración significativa en ambos conceptos. No obstante, estos valores deben ser interpretados con cautela, ya que pueden estar afectados por la renovación de la muestra de la encuesta al comienzo del año. De hecho, los datos por ramas de actividad muestran una aceleración de las ganancias en la industria y en los servicios —con crecimientos del 2,5 % y 2,6 % por trabajador y mes, respectivamente—, mientras que únicamente en la construcción su ritmo de crecimiento se redujo —hasta el 3,6 %—. Por su parte, el aumento medio salarial pactado en los convenios registrados hasta el 31 de mayo se mantiene en el 2,8 %.

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, la ejecución presupuestaria del Estado hasta mayo se saldó con un superávit de 475 mm de pesetas (0,5 % del PIB), lo que supone una mejora importante respecto al déficit de 26 mm de pesetas registrado en el mismo período del año anterior. Los ingresos aumentaron un 9,4 % hasta mayo (8,7 % hasta abril), destacando el continuado dinamismo del IVA, que mantuvo una tasa de crecimiento superior al 16 %. Los gastos crecieron un 3 % hasta mayo (6,2 % hasta abril), compensándose, en parte, los mayores gastos en transferencias con reducciones en las demás rúbricas, especialmente en consumo público e intereses. En mayo también continuó la mejora en el saldo de caja no financiero, que se inició en el mes anterior, una vez corregida la mayor parte de los efectos de calendario presentes en el primer trimestre del año. El déficit acumulado en los cinco primeros meses del 2000 fue de 495 mm de pesetas, frente a los 619 mm del mismo período de 1999, lo que representa una disminución del 20 %. Tanto los ingresos como los pagos se aceleraron, en mayo. Sin embargo, el crecimiento de aquellos (4,4 %) resultó muy superior al de estos (2,7 %). Los ingresos se aceleraron, debido, básicamente, a la evolución del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF), que situó su tasa de crecimiento en el 4,2 %. Por el contrario, la imposición indirecta continuó atenuando su fortaleza, aunque se mantuvieron niveles de recaudación muy elevados. Por su parte, la aceleración de los pagos se debió, sobre todo, a la evolución de los intereses, que ralentizaron su caída al corregirse,

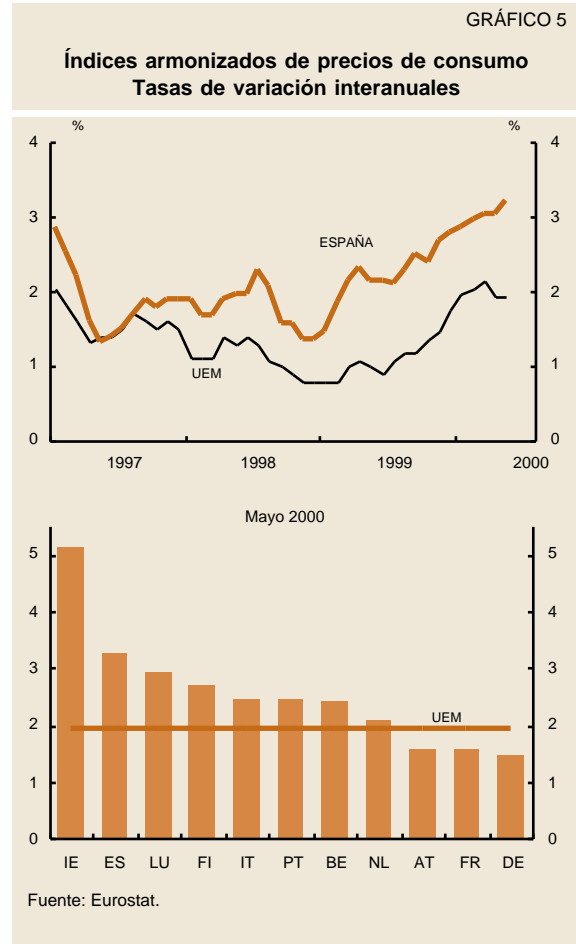
en gran medida, el efecto de calendario observado hasta abril.

2. EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS

En el mes de mayo, el índice de precios de consumo (IPC) aumentó en una décima su ritmo de crecimiento interanual, que quedó situado en el 3,1 %. El componente de precios de los servicios y bienes no energéticos (IPSEBENE) experimentó un deterioro de la misma magnitud y alcanzó un crecimiento interanual del 2,3 %.

Por componentes, los precios de los servicios registraron un crecimiento del 3,4 %, similar al alcanzando un mes antes, destacando los aumentos observados en los apartados de cuotas y seguros médicos, en los servicios de hostelería y en el transporte de larga distancia. En este último caso, se estaría reflejando el aumento de los costes de la energía, que se viene produciendo en los últimos meses. Por su parte, los precios de los bienes industriales no energéticos aumentaron un 2 %, en términos interanuales, prolongando la aceleración que iniciaron a principios de año. Dentro de los precios de los bienes alimenticios, los elaborados volvieron a recortar su ritmo de avance, esta vez en dos décimas, hasta situarse en el 0,6 %. Este resultado se ha debido, en buena medida, al descuento de los abultados incrementos que se registraron en el mes de mayo de 1999 en los precios del vino y del aceite. A estos factores se ha unido la reducción del nivel de precios del aceite que se está produciendo en la actualidad. Respecto a los componentes del IPC que suelen presentar una mayor variabilidad, los precios de los alimentos sin elaborar incrementaron su ritmo de variación en el mes de mayo hasta el 2,1 %, destacando la evolución alcista de los precios de la carne de ovino y porcino. Por último, los precios energéticos volvieron a aumentar su ritmo de crecimiento, hasta situarse en el 15,4 % en el mes de mayo, reflejo del encarecimiento del crudo en los mercados internacionales, acentuado por la debilidad del euro. Además, el precio del gas natural aumentó un 5,3 % respecto al mes de abril, alcanzando una tasa de crecimiento interanual del 21,7 %.

El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) también acentuó su tasa de variación interanual en mayo hasta el 3,2 %. Este avance, unido al mantenimiento de la inflación en el conjunto de la UEM, en el 1,9 %, ha supuesto una ampliación del diferencial de inflación respecto a los países de la zona euro, que ahora se cifra en 1,3 puntos porcentuales. Este empeoramiento relativo de la evolución de los

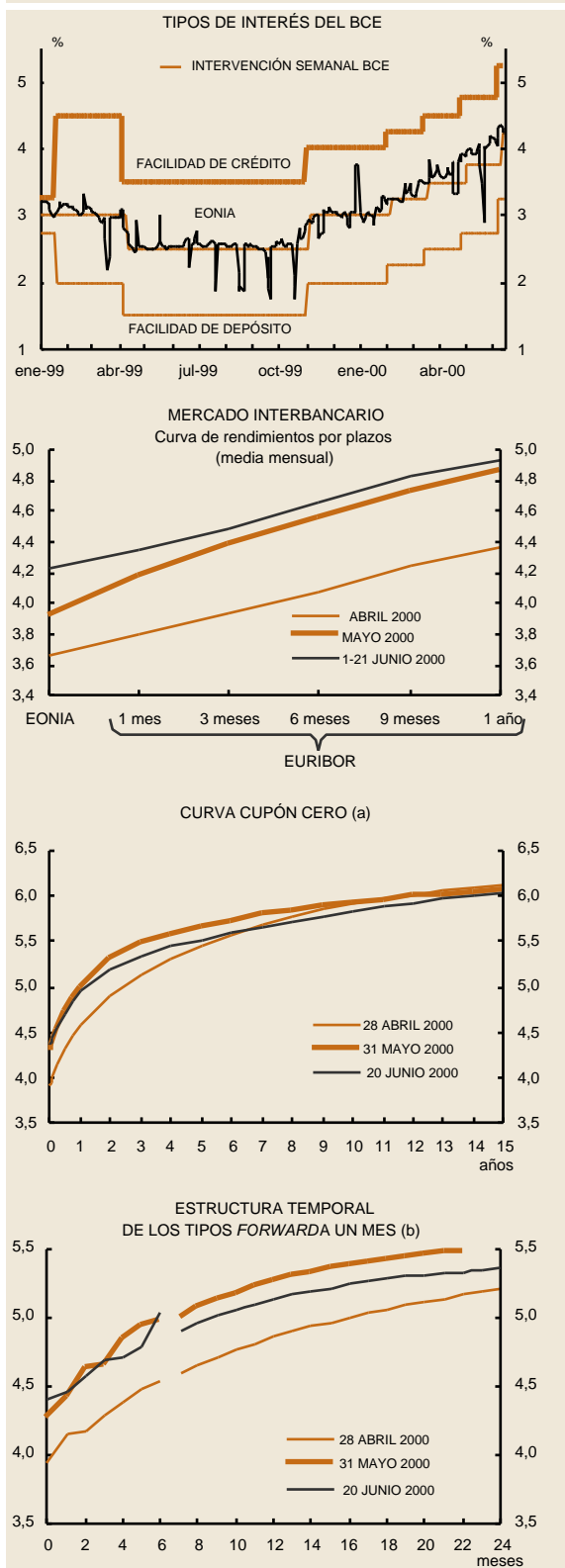


precios en España se ha localizado en los componentes de servicios y de bienes industriales no energéticos.

En cuanto al resto de indicadores de precios de la economía española, el índice de precios industriales (IPRI) se incrementó en un 5,7 % en el mes de abril, con respecto al mismo mes del año anterior, manteniendo la tasa alcanzada en marzo. Tras este crecimiento se encuentra el intenso vigor observado en la evolución de los precios intermedios, y de forma más acusada en su componente energético. En contraposición, los precios industriales de los bienes de consumo y de equipo registraron tasas de crecimiento moderadas, si bien los precios de los bienes de consumo no alimenticio presentan ritmos de crecimiento en ascenso. Los precios exteriores, medidos por los índices de valor unitario, experimentaron una sensible aceleración a lo largo del primer trimestre del año 2000, siendo más acusada en el caso de las importaciones, con un 11,5 % de crecimiento interanual, que en el correspondiente a las exportaciones, con un crecimiento del 5,4 %. Como en meses anteriores, el principal factor explicativo del deterioro de la evolución de los precios fueron los precios energéticos, que, con

GRÁFICO 6

Tipos de interés en la zona del euro



Fuentes: Banco de España y BCE.
 (a) Estimación con datos del mercado monetario y de swaps.
 (b) Implícitos hasta seis meses en los tipos EURIBOR y estimados con la curva cupón cero para horizontes mayores.

tasas de variación interanual, en el primer trimestre del año, del 98 % para la exportación y del 157 % para la importación, han sobrepasado ampliamente al resto de componentes. Por otro lado, mientras que la aceleración de los precios ha sido generalizada en las importaciones, en el caso de las exportaciones algunos componentes, como el de bienes de consumo, han moderado su ritmo de avance.

3. EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA EN LA U.E.M.

Según la última información disponible, la actividad económica en el entorno exterior de la Unión Económica y Monetaria (UEM) sigue mostrando, en general, un clima expansivo, a la vez que en la zona del euro se está prolongando en la primera parte del año la recuperación iniciada a partir del segundo trimestre de 1999. La situación inflacionista en las economías occidentales industrializadas se ha deteriorado recientemente como consecuencia del mantenimiento del precio del crudo en niveles muy elevados, a pesar del incremento de la producción acordado recientemente por la OPEP, en un contexto de fortaleza de la demanda interna en la mayor parte de los países.

Los indicadores últimamente publicados referidos a la economía de Estados Unidos muestran algunos signos de una posible pérdida de dinamismo de la actividad. No obstante, la visión que proporcionan estos indicadores no es uniforme, por lo que resulta prematuro elaborar un juicio acerca de la verdadera intensidad de este fenómeno o de su perdurabilidad en el tiempo. Así, el ritmo más pausado de crecimiento de las ventas minoristas en abril y mayo, y de automóviles en mayo, sugiere un menor vigor del consumo privado, que, sin embargo, no se ve corroborado por la fortaleza que ha mostrado el índice de confianza de los consumidores en ese último mes. De modo análogo, la menor firmeza de la producción de manufacturas a la que apuntan los últimos datos del índice de la Asociación Nacional de Directores de Compras no es coherente con el avance del IPI en mayo. Por último, del aumento de la tasa de paro en mayo (hasta el 4,1 % de la población activa) se desprende una incipiente reducción del grado de tensionamiento del mercado de trabajo.

Por su parte, el crecimiento interanual del IPC en Estados Unidos repuntó en mayo en una décima, hasta el 3,1 %. Este incremento se debió, fundamentalmente, al comportamiento de los precios de los servicios y de los alimentos, ya que el resto de los componentes mostró

una gran estabilidad. El indicador que excluye los precios de los alimentos y de los bienes energéticos creció un 2,4 % en tasa interanual, retornando a la cifra registrada en marzo, tras el ligero descenso de abril. Finalmente, el déficit de la balanza comercial mostró una ligera mejoría en el mes de abril, debido, sobre todo, a la moderación del precio del petróleo en dicho período.

En Japón, el PIB se expandió, según estimaciones preliminares, a una tasa interanual del 0,7 % en el primer trimestre del año, muy por encima del -0,1 % registrado el trimestre anterior. Esta mejora fue el resultado de un mayor ritmo de avance del consumo y, sobre todo, del fortalecimiento de la inversión privada y de la notable progresión de las exportaciones, que, junto con el debilitamiento de las importaciones, dio lugar a que la demanda exterior neta mostrara, por primera vez desde el tercer trimestre de 1998, una contribución positiva al crecimiento del producto. Cabe destacar la fuerte desaceleración de la inversión pública, que parece indicar un cierto retraso en la aplicación del paquete fiscal de estímulo de la actividad aprobado en noviembre del año pasado. Los indicadores disponibles referidos al segundo trimestre del año, todavía muy escasos, apuntan al mantenimiento de ritmos modestos de expansión de la actividad, con una evolución positiva de la inversión privada, estimulada por el incremento de los beneficios empresariales, y con un escaso dinamismo del consumo privado, cuya evolución podría estar viéndose lastrada por la persistente tendencia deflacionista y, en menor medida, por la fuerte caída de la bolsa japonesa en los meses de abril y mayo. Por su parte, en el Reino Unido la reciente depreciación de la libra en términos efectivos, aunque puede facilitar una corrección de los desequilibrios sectoriales que mantiene esta economía, introduce una presión alcista adicional sobre la evolución de los precios, en un contexto en el que la inflación generada internamente, aunque se ha moderado recientemente, es todavía elevada.

En los mercados financieros internacionales, las rentabilidades de los bonos a diez años de Estados Unidos y del área del euro han descendido en magnitudes aproximadas respectivas de 0,3 y 0,5 puntos porcentuales entre los días centrales de los meses de mayo y junio, con lo que el diferencial positivo entre ambos se ha estrechado hasta una cuantía próxima a los 85 puntos básicos. La evolución más reciente de los principales indicadores bursátiles internacionales se ha caracterizado por una volatilidad relativamente elevada y por una cierta recuperación desde los niveles mínimos anuales alcanzados a finales de mayo. Esta mejoría



ha sido muy leve en los índices Dow Jones y Nikkei, pero mucho más pronunciada en el caso del NASDAQ, cuya revalorización entre el 23 de mayo y el 15 de junio ha sido cercana al 20 %. En los mercados de divisas (véase gráfico 7) ha tenido lugar en las últimas semanas un debilitamiento del tipo de cambio del dólar frente al yen y, sobre todo, frente al euro (con relación al cual la divisa norteamericana se ha depreciado, aproximadamente, un 6,5 % entre comienzos de mayo y mediados de junio).

Según las estimaciones preliminares de la contabilidad nacional del área del euro referida al primer trimestre del año, el crecimiento de la actividad económica expresado en tasa interanual fue del 3,2 % en ese período, una décima superior al observado en el cuarto trimestre del ejercicio precedente. La demanda interna se desaceleró hasta el 2,4 %, fruto de la evolución del consumo de los hogares, cuya debilidad, en parte debida a factores transitorios que han afectado a la cifra publicada correspondiente a Alemania, contrarrestó el dinamismo que ha mantenido la formación bruta de capital fijo. Por el contrario, la demanda exterior neta intensificó su expansión, debido al ritmo de crecimiento

Situación económica, financiera y monetaria en la UEM

	2000					
	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN (c)
ACTIVIDAD Y PRECIOS (a):						
Índice de Producción Industrial	3,2	5,5	5,0			
Comercio al por menor	2,1	3,3	-0,3			
Matriculaciones de turismos nuevos	0,8	4,6	-1,0	-0,8		
Confianza de los consumidores	-1	0	0	0	1	
Confianza industrial	1	3	4	5	6	
IAPC	1,9	2,0	2,1	1,9	1,9	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (b):						
M3	5,2	6,0	6,4	6,5		
M1	9,2	10,5	10,2	11,4		
Crédito a los sectores residentes						
<i>Total</i>	7,4	7,9	7,8	8,1		
<i>AAPP</i>	1,4	0,9	-0,8	-1,3		
<i>Otros sectores residentes</i>	9,5	10,5	10,9	11,4		
EONIA	3,04 %	3,28 %	3,51 %	3,68 %	3,92 %	4,22 %
EURIBOR a tres meses	3,34 %	3,54 %	3,75 %	3,93 %	4,38 %	4,48 %
Rendimiento bonos a diez años	5,70 %	5,66 %	5,49 %	5,41 %	5,52 %	5,30 %
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	1,08	0,97	0,88	0,64	1,03	0,94
Tipo de cambio dólar/euro	1,014	0,983	0,964	0,947	0,906	0,952
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	-4,1	6,8	6,0	2,9	2,5	5,2

Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España.

(a) Tasas de variación interanual, excepto en los indicadores de confianza.

(b) Tasas de variación interanual para los agregados monetarios y crediticios. La información sobre tipos de interés y tipo de cambio se representa en términos medios mensuales.

(c) Media del mes hasta la última información disponible.

(d) Variación porcentual acumulada a lo largo del año.

más elevado de las exportaciones que de las importaciones, lo que ha supuesto que su contribución al crecimiento del producto haya aumentado hasta 0,8 puntos porcentuales, tres décimas por encima de la del último trimestre de 1999. La información coyuntural más reciente referida al segundo trimestre del año (véase cuadro 1) apunta al mantenimiento de un ritmo elevado de expansión de la actividad económica. Así, el nivel del indicador de confianza industrial elaborado por la Comisión Europea experimentó un aumento adicional en mayo, tanto por el avance del componente de pedidos como por el de las expectativas de producción futura. Asimismo, el nivel del indicador de confianza de los consumidores siguió aumentando en mayo. El continuado descenso de la tasa de desempleo del área (hasta el 9,2 % en abril) constituye uno de los elementos que podrían explicar este creciente optimismo de las familias, que probablemente se reflejará en una mayor fortaleza del consumo privado en los meses centrales del año.

La tasa de inflación del área, medida por el aumento interanual del IAPC, permaneció estable en el 1,9 % en el mes de mayo (véase gráfi-

co 5), como resultado de un aumento de tres décimas en la tasa de variación del componente de bienes y de una reducción en la de los servicios de esa misma magnitud. El incremento del agregado de servicios y bienes elaborados no energéticos (IPSEBENE) se redujo en una décima, ya que fueron los componentes que no incluye este índice los que mayor aceleración mostraron, como consecuencia, en el caso de la energía, del alza de los precios del petróleo en el mes de mayo. Por último, el descenso del ritmo de variación de los precios de los servicios se debió, en gran medida, a los moderados avances en las partidas relacionadas con el turismo, contrarrestando el elevado repunte que experimentaron en abril. En las semanas de junio que precedieron a la reunión de la OPEP del día 21, el precio del crudo se mantuvo estabilizado en el entorno de los 29 \$/baril, superando los 30 \$ con posterioridad. En estos momentos, según la información de que se dispone sobre los acuerdos tomados en esta reunión, no parece probable que el precio del petróleo experimente una corrección importante en los meses de verano. Por su parte, los precios de producción industrial se desaceleraron en el mes de abril, al aumentar un 5,7 % en

tasa interanual (frente al 6,2 % del mes anterior), reflejando el menor crecimiento del componente de bienes intermedios asociado a la caída del precio del petróleo en abril.

La expansión económica en la zona del euro continúa produciéndose en un contexto monetario y financiero caracterizado por unas condiciones holgadas de liquidez. Así, aunque el tipo de cambio del euro ha mostrado a lo largo del mes de mayo y la parte transcurrida de junio una cierta recuperación de sus niveles de cotización frente a las principales divisas, los agregados monetarios y crediticios siguieron mostrando unos ritmos de crecimiento elevados. Este escenario ha contribuido a mantener en este período los riesgos de un posible deterioro en el comportamiento de los precios, de forma que la inflación pudiera situarse a medio plazo por encima del objetivo definido en la estrategia de política monetaria del Eurosistema. Como consecuencia de ello, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) decidió aumentar, el día 8 de junio, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los de las facilidades permanentes de crédito y de depósito, en una cuantía de 50 puntos básicos en cada caso, situándose en el 4,25 %, 5,25 % y 3,25 %, respectivamente (véase gráfico 6). Esta medida fue acompañada del anuncio de un cambio en la forma de ejecución de las operaciones principales de financiación, que pasarán a adjudicarse mediante subastas a tipo variable desde finales de junio, en sustitución del procedimiento a tipo fijo; no obstante, esta modificación ha obedecido a razones de tipo técnico y no representa, por tanto, ninguna señal de política monetaria.

A lo largo de mayo y en los primeros días de junio, los tipos de interés del mercado monetario aumentaron en todos los plazos, en respuesta a las expectativas de movimientos al alza de los tipos oficiales por parte del BCE. Así, el tipo de interés a un día, medido por el EONIA (*European Overnight Index Average*), se mantuvo durante casi todo el período en torno a 25 puntos básicos por encima del tipo de interés aplicado a las operaciones principales de financiación; en cambio, tras la elevación del tipo oficial, superior a lo anticipado inicialmente por los mercados, el tipo a un día ha oscilado alrededor del tipo de intervención. Los tipos interbancarios siguieron también una evolución ascendente, colocándose, al final del período que se analiza, entre el 4,4 % y el 5 % en los plazos entre uno y doce meses, lo que representa aumentos en torno a 45 y 50 puntos básicos en relación con los niveles alcanzados a finales de abril. A su vez, los tipos negociados en el mercado de futuros y los tipos implícitos en el mercado de contado incorporaban, a me-

diados de junio, unas expectativas de aumento de cerca de 50 puntos básicos en los niveles de tipos de interés a corto plazo a lo largo de los próximos seis meses (véase la parte inferior del gráfico 6).

En los mercados de deuda del área, los tipos de interés a largo plazo disminuyeron en el conjunto del período, de manera que, tras el aumento experimentado en abril y en la primera mitad del mes de mayo, reanudaron el perfil descendente que ha predominado a lo largo del año desde el nivel máximo alcanzado en enero. Esta evolución puede asociarse a la influencia que el comportamiento de los mercados de deuda norteamericanos ha venido ejerciendo sobre los mercados de deuda europeos, así como también a la posible mejora de las expectativas de inflación en el conjunto de la UEM, tras la elevación de los tipos de interés oficiales por el Eurosistema. Al final del período que se analiza, el tipo de interés a diez años en la UEM se situaba en torno al 5,3 %, casi 20 puntos básicos por debajo del nivel alcanzado a finales de abril. Por su parte, la pendiente de la curva de rendimientos experimentó una nueva reducción y el diferencial de tipos a largo plazo frente a Estados Unidos aumentó desde finales de abril, alcanzando, a mediados de junio, un nivel medio mensual algo inferior a 100 puntos básicos (véase cuadro 1).

Los precios en los mercados de renta variable de la UEM continuaron mostrando una elevada volatilidad, en paralelo al irregular comportamiento de las cotizaciones en los mercados de renta variable estadounidenses y a la incertidumbre relativa a los beneficios empresariales en los sectores de tecnología y de telecomunicaciones. Estos factores frenaron, en gran medida, la influencia favorable ejercida por el contexto de fuerte crecimiento económico en la zona del euro, si bien no impidieron que el índice Dow Jones EURO STOXX amplió terminara situado, a mediados de junio, en torno a un 2 % por encima del nivel alcanzado al final de abril. Con ello, en la parte transcurrida del año, la revalorización acumulada de los precios en estos mercados ha sido de alrededor de un 5 %.

Por lo que se refiere a la evolución de los agregados monetarios y crediticios, los datos disponibles más recientes, correspondientes a abril, muestran que continúa el proceso de expansión de las principales magnitudes monetarias y crediticias, con una nueva aceleración de M3 y del crédito al sector privado. Así, el agregado M3 creció en abril, en términos interanuales, un 6,5 %, con lo que la media móvil de los incrementos interanuales de los últimos tres meses fue del 6,3 %, frente al 5,9 % del mes anterior, lo que representa 1,8 puntos porcen-

Tipos de interés y mercados financieros nacionales

	1997	1998	1999	2000				
	DIC	DIC	DIC	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN (a)
BANCARIOS:								
Tipo sintético pasivo	3,22	2,06	1,98	2,06	2,17	2,23	2,37	...
Tipo sintético activo	6,54	5,15	5,03	5,30	5,55	5,47	5,79	...
TESORO:								
Subasta de letras a doce meses (b)	4,47	2,95	3,75	3,95	4,14	4,32	4,73	4,7
Subasta de bonos a tres años	4,90	3,54	4,56	5,04	5,02	4,81	5,20	5,1
Subasta de obligaciones a diez años	5,78	4,32	5,38	5,77	5,73	5,42	5,71	5,4
MERCADOS SECUNDARIOS (c):								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	4,50	2,88	3,60	3,83	3,93	4,12	4,48	4,6
Deuda pública a diez años	5,64	4,08	5,37	5,73	5,55	5,45	5,63	5,4
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,31	0,20	0,19	0,22	0,21	0,22	0,27	0,2
Índice General de la Bolsa de Madrid (d)	42,22	37,19	16,22	11,42	7,48	3,81	-2,47	-3,3
Diferencial pagarés de empresa con letras del Tesoro	0,15	0,33	0,17	0,27	0,24
Diferencial obligaciones privadas con deuda pública a más de dos años	0,17	0,58	0,21	0,12	0,00	-0,03

Fuente: Banco de España.

(a) Media de datos diarios, hasta el 20 de junio.

(b) Tipo de interés marginal.

(c) Medias mensuales.

(d) Variación porcentual acumulada del Índice a lo largo del año.

tales por encima del valor de referencia definido en la estrategia de política monetaria. Por componentes, se observa que la aceleración de M3 estuvo propiciada por el impulso de los componentes más líquidos, especialmente de los depósitos a la vista, que reflejaron en este mes un aumento interanual próximo al 13 %, así como por el dinamismo de los depósitos al plazo de hasta dos años y de las cesiones temporales. El agregado M1, que incluye el efectivo y los depósitos a la vista, creció en abril a una tasa interanual del 11,4 %, frente a un 10,2 % en el mes precedente.

En cuanto a los créditos concedidos por las Instituciones Financieras Monetarias (IFM), la financiación total concedida a los sectores residentes en la zona del euro mostró en abril un crecimiento interanual del 8,1 %, por encima del 7,8 % en el mes anterior. Esta evolución fue consecuencia de una aceleración del crédito al sector privado, que alcanzó una tasa interanual del 11,4 % (10,9 % en marzo), mientras que la financiación a las Administraciones Públicas experimentó una notable contracción, que se reflejó en una reducción interanual del 1,3 % (caída del 0,8 % en marzo). En cuanto a las restantes contrapartidas de M3, la posición acreedora de las IFM frente al exterior disminuyó, en este mes, en 32 mm de euros, lo que, en

términos acumulados de doce meses, determinó una reducción de la posición neta de las IFM frente al exterior de 202 mm de euros. Por último, la tasa de aumento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM se mantuvo, en abril, en el 4,5 %.

4. FLUJOS Y MERCADOS FINANCIEROS EN ESPAÑA

La evolución de los mercados financieros nacionales en el conjunto del período de referencia —mes de mayo y los días transcurridos de junio— ha venido marcada por el mantenimiento del perfil de incremento en los tipos de interés de corto plazo y por la reanudación, desde mediados del mes de mayo, de la tendencia descendente en los tipos de interés de los mercados de deuda, que venía produciéndose desde el mes de enero. Este proceso parece haberse concretado de forma más decidida después de la instrumentación de la última subida del tipo de referencia oficial del BCE, el pasado 8 de junio. Así, las rentabilidades negociadas en el mercado de deuda a diez años, que habían experimentado un ascenso en mayo, han vuelto a niveles próximos a los del mes de abril, 5,4 % (véase cuadro 2). En cambio, los tipos de interés de

CUADRO 3

Activos financieros líquidos (AFL) de las familias y empresas no financieras (a)
Crecimiento interanual (T1, 12)

	2000	1998	1999	2000		
	ABR (b)	DIC	DIC	FEB	MAR	ABR
1. Activos financieros líquidos (2 + 3) = (4 + 7)	556,8	5,4	3,6	2,4	3,9	5,6
2. Medios de pago	270,3	14,8	11,9	12,2	11,9	12,6
3. Otros activos financieros	286,5	-1,1	-3,1	-5,3	-2,6	-0,3
4. Familias (5 + 6)	449,6	3,6	0,7	-0,9	0,7	2,5
5. Medios de pago	204,0	8,9	13,9	12,6	12,0	12,1
6. Otros activos financieros	245,6	0,4	-8,2	-9,8	-7,2	-4,3
7. Empresas no financieras (8 + 9)	107,2	15,3	18,5	19,1	20,1	20,4
8. Medios de pago	66,4	36,7	6,2	11,1	11,4	14,0
9. Otros activos financieros	40,9	-13,5	44,7	34,6	36,9	32,7
PRO MEMORIA:						
10. Fondos de inversión (11 a 13) (c)	186,2	39,3	-2,7	-9,9	-9,6	-15,5
11. FIAMM	35,8	-10,3	-8,4	-8,1	-8,8	-8,9
12. FIM de renta fija	69,1	25,5	-26,3	-37,1	-32,1	-28,0
13. Resto de fondos de inversión	81,3	24,1	32,0	35,3	31,2	21,5

Fuente: Banco de España.

(a) La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.

(b) Saldo en miles de millones de euros.

(c) Variación interanual del saldo.

los mercados a corto plazo, han continuado aumentando, lo que se ha materializado en una elevación de, aproximadamente, 60 puntos básicos.

Según refleja la información correspondiente al mes de mayo, las entidades bancarias han seguido trasladando gradualmente a sus operaciones con clientes las elevaciones de tipos de interés producidas en los mercados monetarios y financieros. Así, desde el inicio de año, el tipo sintético de las operaciones activas se ha incrementado en torno a 80 puntos básicos, y el tipo sintético de las operaciones pasivas, en 40 puntos básicos.

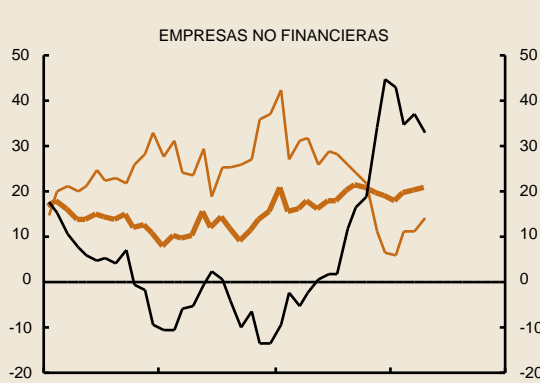
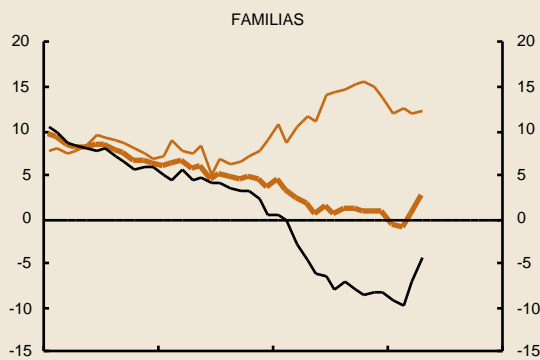
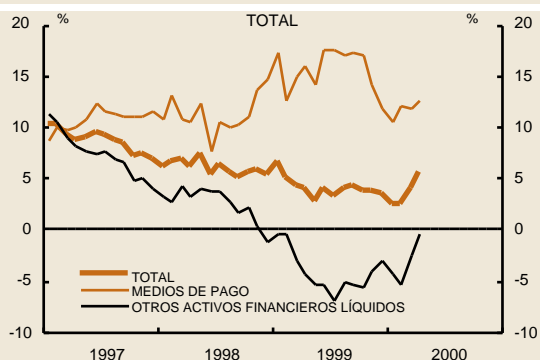
Los mercados bursátiles han sufrido pérdidas de cierta consideración durante el mes de mayo y los días transcurridos de junio, obteniendo unos resultados significativamente peores que en otras plazas europeas. De nuevo, la evolución errática en el sector de telecomunicaciones explica gran parte del retroceso de las cotizaciones. En concreto, durante este período se han neutralizado las ganancias acumuladas desde principios de año, llegando a producirse durante el mes de mayo unas pérdidas acumuladas del 2,5 % en el índice general de la bolsa de Madrid. En los días transcurridos de junio ha habido caídas adicionales en las cotizaciones, que se enmarcan dentro del proceso de alta volatilidad en la que se encuentra inmerso actualmente este mercado.

En este contexto, los activos financieros líquidos (AFL) del conjunto de las empresas no financieras y de las familias parecen confirmar la recuperación de un ritmo más vivo de crecimiento que ya se apuntaba el mes pasado, lo que se ha traducido, durante el mes de abril, en un crecimiento próximo al 6 % en tasa interanual, frente al 4 % de marzo (véanse cuadro 3 y gráfico 8). Esta moderada aceleración en la senda de crecimiento del conjunto de los AFL está determinada tanto por la tendencia de crecimiento sostenido que vienen mostrando los componentes más líquidos que se engloban en los medios de pago, con tasas de crecimiento cercanas al 13 %, como por la progresiva desaceleración en el proceso de disminución del saldo del resto de los AFL. Esta última tendencia viene explicada por la recuperación de la rentabilidad de algunos instrumentos financieros.

Respecto a la evolución más reciente de los instrumentos que integran los AFL, destaca, por un lado, y dentro de los medios de pago, el significativo repunte, en abril, de los depósitos a la vista, que crecieron un 17 %, frente al 14 % del mes anterior. Esta evolución contrasta con la menor expansión de los depósitos de ahorro, que presentaron tasas cercanas al 11 % en abril. Por su parte, el efectivo mantiene la tónica de crecimiento de meses anteriores, en torno al 7 %. En cuanto a los instrumentos que se engloban en el resto de los activos financieros líquidos, hay que señalar, un mes más, el creci-

GRÁFICO 8

Activos financieros líquidos (AFL) de las familias y empresas no financieras
Tasas interanuales

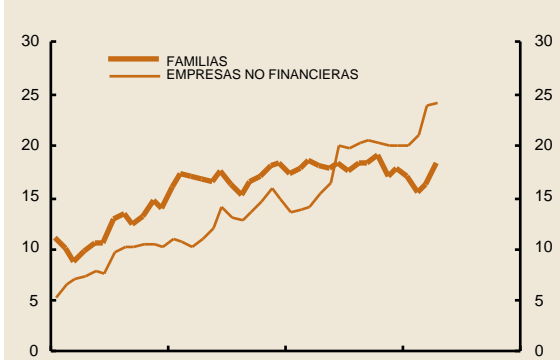
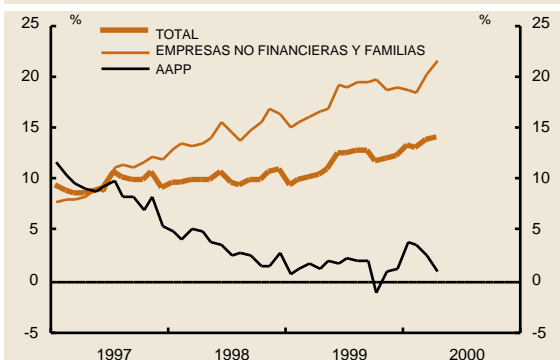


Fuente: Banco de España.

miento acelerado del conjunto de los depósitos a plazo y de las cesiones, que crecieron un 25,5 %. Las participaciones en fondos de inversión FIAMM y FIM de renta fija continuaron mostrando una evolución contractiva en el conjunto del patrimonio, si bien este proceso ha tendido a ralentizarse en los últimos meses, tanto por la disminución del ritmo de caída de las suscripciones netas como por el efecto de su sostenida —aunque lenta— revalorización. El resto de fondos de inversión, como son los de renta variable y los internacionales, siguieron una evolución desigual. Mientras que el pa-

GRÁFICO 9

Financiación de las familias, las empresas no financieras y las AAPP
Tasas interanuales



Fuente: Banco de España.

trimonio de los fondos de renta variable ha disminuido de nuevo en este mes, el de los fondos internacionales ha aumentado por las voluminosas suscripciones netas registradas. Así, la definición amplia de los AFL, que incluye la totalidad de los fondos de inversión, ha crecido en el mes de abril a una tasa cercana al 8,5 %, ligeramente inferior a la del pasado mes de marzo.

Atendiendo a la evolución de los AFL por sectores, hay que señalar que, mientras que las empresas no financieras han mantenido el dinamismo de meses anteriores, con tasas de crecimiento superiores al 20 %, han sido los AFL de las familias los que han registrado un crecimiento significativamente mayor durante el mes de abril, situándose su tasa interanual en el 2,5 %, frente a tasas casi nulas o negativas durante los últimos seis meses. La mayor contribución al crecimiento de los AFL de las familias es imputable a la favorable evolución del resto de los activos financieros líquidos, mientras que los medios de pago han mantenido el mismo ritmo de crecimiento de finales del año 1999, con tasas próximas al 12 %. Esto se ha debido a que la moderación de los depósitos de

CUADRO 4

**Financiación de las familias, empresas no financieras y las Administraciones Públicas (a)
Crecimiento interanual (T1, 12)**

	2000	1998	1999	2000		
	ABR (b)	DIC	DIC	FEB	MAR	ABR
1. Financiación total (2 + 5)	941,2	10,8	12,3	13,0	13,6	14,0
2. Empresas no financieras y familias (3 + 4)	635,9	16,3	19,0	18,5	20,3	21,5
3. Familias	280,0	18,3	17,7	15,4	16,0	18,2
4. Empresas no financieras	355,9	14,8	19,9	21,1	23,9	24,2
5. Administraciones Públicas	305,3	2,8	1,3	3,5	2,4	1,0

Fuente: Banco de España.

(a) La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.

(b) Saldo en miles de millones de euros.

ahorro registrada este mes ha compensado, en parte, el mayor dinamismo mostrado por los depósitos a la vista. En cuanto a las empresas no financieras, han sido, sin embargo, los medios de pago los que han tenido este mes un comportamiento más dinámico, con una tasa del 14 %, frente al 11 % del mes anterior. Por el contrario, el resto de los AFL ha tenido un comportamiento más moderado.

Las perspectivas de crecimiento para el mes de mayo de los AFL de las empresas no financieras y familias apuntan hacia un crecimiento más moderado, determinado por un ligero retroceso, respecto al mes de abril, del ritmo de expansión de los medios de pago, principalmente concentrado en los depósitos a la vista y, en menor medida, en los depósitos de ahorro y en el efectivo, a la vez que se mantiene la tendencia a la recuperación del resto de los activos financieros líquidos.

La financiación obtenida por el conjunto de los sectores residentes no financieros se mantiene en la tónica de crecimiento sostenido, alcanzando en el mes de abril un 14 % en tasa interanual (véanse cuadro 4 y gráfico 9). En cuanto al sector privado, la financiación del conjunto de las empresas no financieras y las familias mostró una nueva aceleración en este mes, dentro de la trayectoria de fuerte dinamismo que este indicador viene mostrando desde hace un año. En concreto, su tasa interanual se ha situado en abril por encima del 21 %, asociada a la mayor expansión de los préstamos concedidos por las entidades de crédito residentes, que crecieron en torno al 19 % en tasa interanual, casi un punto y medio más que en el mes de marzo. Este hecho pone de manifiesto el comportamiento inercial de este indicador, que no parece reflejar, hasta el momento, el impacto del encarecimiento del crédito en los últimos meses.

En este contexto, el sector de familias ha sido el que ha mostrado una mayor aceleración en sus ritmos de obtención de financiación, que nuevamente ha crecido en abril a tasas superiores al 18 %, después de algunos meses en que su crecimiento parecía haberse moderado. Por su parte, las empresas han mantenido la misma trayectoria de meses anteriores, con tasas de avance muy elevadas, cercanas al 24 %.

Durante el mes de mayo ha tenido lugar una reducción en los ritmos de crecimiento del crédito otorgado por las entidades bancarias al sector privado no financiero en relación con los dos meses precedentes, aunque siempre dentro de la tónica de vivo crecimiento que ha venido dominando la tendencia de esta magnitud crediticia.

La información disponible del destino del crédito bancario correspondiente al primer trimestre del año pone de manifiesto el dinamismo que mantiene el crédito concedido a las actividades productivas, donde la financiación tanto a la industria como a la construcción ha mostrado, durante este período, una aceleración respecto al cierre del año pasado. En el caso de la industria, el crédito creció a tasas interanuales del 16 %, frente al 10 % del cierre del año anterior. Por su parte, la construcción también mostró un avance notable, de un 24 %, 4 puntos más que en el cuarto trimestre del año 1999. Por lo que respecta al crédito concedido a las personas físicas, se mantiene el mismo ritmo de expansión de trimestres anteriores, con crecimientos en torno al 18 %. No obstante, dentro de este componente, hay que señalar, aunque con la debida cautela, que se observa una desaceleración adicional del crédito concedido a la adquisición de bienes de consumo duraderos, que creció un 6,5 % en este pri-

mer trimestre, tasa que contrasta con la fuerte expansión que tuvo en el mismo período del año anterior. Por lo que respecta al crédito concedido a la adquisición de vivienda habitual, se mantiene el ritmo de avance de trimestres precedentes, con tasas próximas al 18,5 %.

Finalmente, la financiación obtenida por las Administraciones Públicas ha continuado su tendencia de moderación, en línea con su com-

portamiento de meses precedentes, alcanzando en abril un crecimiento interanual del 1 %. Esta favorable evolución se ha debido al aumento del saldo de la cuenta corriente en el Banco de España y del resto de depósitos, a la vez que, por el lado del pasivo, el saldo de valores a corto y largo plazo ha continuado contrayéndose.

27.6.2000.